

# 投資環境と金融市場の見通し（104）

2022年4月26日

田淵英一郎

## I. 【 現状認識・見通し 】

### < 政治、外交 >

- (1) ロシアがウクライナに侵攻したことで、「グローバリゼーション時代」は終焉。国境の無い単一世界・市場への幻想は打ち破られ、国と同盟国が経済・軍事・国民を守る「安全保障」への希求が強まり、軍事・防衛増強の予算が膨らむ。
- (2) ロシアが一旦、軍事作戦の強行に踏み切った以上、それなりの対価と成果を誇示出来るまでは局地戦が続く。米国・NATOの抑止力の低下が明らかに。バイデン政権（民主党）の低落に拍車がかかる。今秋の中間選挙では民主党が敗北して議会多数派の地位を失う。米国の政策遂行能力の低下につながる。
- (3) 中国の上海市での感染封じ込めの失敗は、周辺地域や北京市への拡大懸念。生産、供給、消費面への打撃と、今秋の李克強首相の交替人事にも影響する。

### < マクロ経済、金融政策 >

- (1) 長期・短期金利が急上昇し、今後一段と上昇する観測が強まったことから、実態経済へのマイナスの影響が懸念されてきた。住宅市場にブレーキがかかり、株式市場への調整圧力が強まった。
- (2) ロシアからの天然資源・穀物の供給停止と欧米による経済制裁発動は、新型コロナでダメージを受けた世界経済にとって、更なる景気鈍化圧力とインフレ加速要因になる。
- (3) FRBによる3月の金融政策の変更（ゼロ金利政策解除）に続いて、5月・6月には引き上げ幅が一段と引き上げられる、との観測が強まる。  
「有事での利上げ」という難しい舵取りを担う。
- (4) 日本の消費者物価は4月以降に政策目標（+2%）を超えてくるが、日銀は黒田体制（2023年4月まで）での政策変更を行う意向はなし。
- (5) 海外金利の上昇圧力、日本円の独歩安推移から、前倒しの政策変更（ゼロ金利解除）に追い込まれる可能性が出てくる。

## < 債券、為替市場 >

- (1) 米国FRBによる金利修正への転換・加速を受けて、長短金利には継続して上昇圧力が続く。欧州主要国金利もこれに追随する。日本にも徐々に上昇圧力が押し寄せる。
- (2) 米国長期金利（10年債）は節目の3%に接近したので、タカ派的対応を市場は織り込みつつあるが、次回以降での大幅利上げの観測が強まってきた。売り圧力は継続する。
- (3) 日本の長期金利が再度、上限の0.25%に近づいたことから、「連続指し値オペ」の実施で抑え込み方針を堅持。4月27・28日の金融政策決定会合では、現状の緩和政策を維持しなければ非整合的。
- (4) 1ドル=130円の節目に接近したので短期的には目標達成感が出ているが、ファンダメンタルズ要因による米ドル高という中勢的な方向感は今前半は変わらず。

## < 株式市場 >

- (1) ウクライナ情勢（=地政学リスク）、原油・穀物価格（=インフレリスク）、金融政策の引き締め強化（=金利上昇リスク）という“3重苦”は、株式市場には明らかにネガティブ。
- (2) 金利上昇局面では、割高に買われてきた小型成長株・IT株・ハイテク株のバリュエーション調整は不可避。NASDAQ市場は下値模索が続く。
- (3) 決算発表時期を迎え、コスト上昇による企業収益への圧迫度合いに注目。原材料費・物流費・人件費・金利など、コスト増加要因は目白押し。日本の企業にはドル高・円安も差引ではデメリットに働く。22年度業績での“減益リスク”が高まる。
- (4) 日本市場の他の先進国に比べての出遅れを海外投資家は評価したが、コロナ禍からの回復力や中期成長力（債務過剰、人口減少）の構造的要因が嫌気される。

## 【 ロシアのウクライナ侵攻 】

ロシアがウクライナ侵攻して2ヵ月が経過したが、

- ① ウクライナ側の命を掛けた抵抗により、ロシアは首都キーウの制圧に至らず。
- ② ロシアは3月末に首都キーウへの侵攻を諦めて、東部地方のマリウポリ、ドネツク、ハリコフの占領・支配という実効エリアの確保に目標を変更。
- ③ 3月末から停戦交渉が断続的に行われたが、全く折り合うことがなく中断。
- ④ 南部オデッサやモルドバ東部の親ロシア派支配地域も制圧目標とした。
- ⑤ ロシアの軍事装備・燃料・食料のロジスティクスには綻びがある。
- ⑥ ロシアは侵攻開始から最初の5日間で装備や兵士の死傷により約70億ドルを失った。戦費として1日あたり約200億ドルがかかっている（英国経済回復センター分析）。ロシア軍の戦力は2ヵ月間の戦闘で25%減。
- ⑦ ウクライナの経済損失は、侵攻前のGDPの3倍の5649億ドル。避難民は国外へ516万人、国内に770万人（国連難民高等弁務官事務所調べ）。民間人の死者は2345人（国連機関）。激戦地マリウポリでは2.2万人が殺害されたと当局が発表。「ジェノサイド」（集団殺戮）の認定に時間かかる。

ロシアは3月の国債の利払い（5回）は混乱無く終え、「デフォルト」（債務不履行）は回避された。4月4日の元本の償還と利払い（21億ドル）があるが、財務省はルーブル払いによる事前買取を3月末に通告して70%を買い戻した。残り30%は米ドルで支払われる見込み。

次の利払いの節目は5月27日（1億ドル）。「デフォルト」懸念は継続する。

米財務省は4月4日、ロシア軍がウクライナ市民を虐殺した疑いがあることを理由に、JPモルガンにある口座からドル建てロシア国債の償還や利払いをする手続きを承認しなかった。4日に満期償還を迎えたドル建て国債20億ドルのうち、市場に残っているのは5億ドル分が相当する。

バイデン政権は4月6日、ロシアへの新たな経済制裁としてロシア最大手銀行ズベルバンク、4位のアルファバンクの資産凍結や、米国企業のロシアへの新規投資の禁止などの追加の経済制裁を公表した。ロシアの重要な国営企業にも資産凍結や取引禁止の措置を講じる。

## 【 新型コロナウイルス 】

### 1. 世界の感染・対策状況

#### < 感染状況 >

世界の新型コロナウイルスの感染者は5億人を超えてきた。

4月22日時点では5億920万人、世界人口（79億人）比=6.3%。

米国8097万人（+117万人、前回：+101万人）、インド4305万人（+4万人：+293万人）、ブラジル3034万人（+65万人：+111万人）、フランス2843万人（+391万人：+182万人）、ドイツ2418万人（+513万人：+432万人）、英国2210万人（+154万人：+166万人）、ロシア1738万人（+48万人：+169万人）、韓国1689万人

各国の感染者増加パターンは、

ピークアウト・横這い … 米国、インド、ブラジル、英国、ロシア  
増加中 … フランス、ドイツ、韓国、

オミクロン株の派生型「BA.2」が、米国では感染者の半数超え、英国やベトナムは90%、日本でも45%を占める。

中国・上海市の感染者が急増して、3月28日から都市封鎖（ロックダウン）に追い込まれた。新規感染者数は27日に3500人を超え、中国全土の6割近くに達した。その後も感染者数の増加は止まらず、4月4日には1.3万人を超えた。5日に解除の予定は延期された。感染者の96%は無症状だが、外出制限を受ける。

都市封鎖が長期にわたり食料品の搬送が滞ったことから、市民の不満が爆発した。

ロックダウン後の新規感染者数は約50万人。

陝西省西安市は4月15日、江蘇省蘇州市では16日から移動制限措置が始まった。物流網や工場の操業に影響が出ている。

欧米各国は新型コロナウイルスの重症化率が下がるのに合わせて行動規制を緩和している。公共の場所や航空機内でのマスクの着用義務を撤廃し始めた。水際対策も緩和して観光客誘致に動き出した。

## 2. 日本の感染、対策状況

### < 感染状況 >

感染確認者累計（4月24日）は766.8万人（3月22日：615.6万人）。増加数は前回+133.0万人から+151.2万人に微かながら増えてきた。

3月21日に「まん延防止等重点措置」を解除し、年度末・新年度のイベント増加による人流増加が影響している。

死亡者数は2万7716人（+4467人）から2万9306人（+1590人）に。

4月第1週ではオミクロン株の別系統「BA.2」による感染が5割を超えてきた。オミクロン株はデルタ株と異なり感染力は強いが、重症化リスクは少ない。従って、学校、保育園、高齢者施設、家庭でのクラスター（感染者集団）が問題となった。

### < 感染対応措置 >

ワクチンの3回目接種は4月22日時点で6312万回（接種率=49.8%）だが、政府は4回目の接種への開始を急いでいる。ワクチン接種の遅れから第6波を招いたとの認識に基づく。5月にも4回目接種の準備を完了するよう自治体に要請している。1億4500万回分（ファイザー製7500万回分、モデルナ製7000万回分）を今年後半での調達に目処が立ったことと、7月の参院選挙を意識している。

自民党の作業部会チームは、重症化リスクの高い高齢者や基礎疾患のある人に限って接種を進めるべきと提言した。

政府は当面60歳以上を中心に進める方向で検討に入った。接種間隔を現在の6ヵ月以上から5ヵ月以上に短縮するなどを検討し、今年内にも方針を固め、5月から接種を始める見込み。

免疫学の専門家からは、数ヵ月の間隔で繰り返し打ち続けること、オミクロン型には感染予防効果に限界があること、4回目を接種する有効性データが不十分なこと、などから慎重な意見が出ている。

### Ⅲ. 内外景気

世界景気は減速トレンドを辿る。

#### IMF 2022年 経済成長率見通し (WEO) (4月19日)

|             | 2022年  | 前回(1月)  | 前々回(2021年10月) |
|-------------|--------|---------|---------------|
| <b>世界全体</b> | + 3.6% | ▲ 0.8%  | ▲ 0.5%        |
| <b>先進国</b>  | + 3.3% | ▲ 0.6%  | ▲ 0.6%        |
| 米国          | + 3.7% | ▲ 0.3%  | ▲ 1.2%        |
| ユーロ圏        | + 2.8% | ▲ 1.1%  | ▲ 0.4%        |
| ドイツ         | + 2.1% | ▲ 1.7%  | ▲ 0.8%        |
| フランス        | + 2.9% | ▲ 0.6%  | ▲ 0.4%        |
| 英国          | + 3.7% | ▲ 1.0%  | ▲ 0.3%        |
| 日本          | + 2.4% | ▲ 0.9%  | + 0.1%        |
| <b>新興国</b>  | + 3.8% | ▲ 1.0%  | ▲ 0.3%        |
| 中国          | + 4.4% | ▲ 0.4%  | ▲ 0.8%        |
| インド         | + 8.2% | ▲ 0.8%  | ▲ 0.3%        |
| ロシア         | ▲ 8.5% | ▲ 11.3% | + 0.5%        |

IMFは4月19日、「世界経済見通し (World Economic Outlook)」を発表した。  
2022年の世界の実質経済成長率を、1月時点見通しの+4.4%にから+3.6%  
に▲0.8%引き下げた。1月に▲0.5%引き下げたのに続く大幅な下方修正。

- ① 米国は22年に+3.7%と依然として先進国のなかでの牽引役だが、前回比▲0.3%の下方修正(1月時=▲1.2%の大幅下方修正)。
- ② ユーロ圏は前回▲0.4%から今回▲1.1%の下方修正。  
特にドイツは▲1.7%の大幅な下方修正。
- ③ 日本も今回は▲0.9%の下方修正で+2.4%成長に留まる。

『OECD景気見通し（景気先行指数：3月分）』では、全体平均、ユーロ圏、中国は2021年にピークを付けて低下中。

米国と日本は2月分まで低下中だったが、3月分では横這いに転換した。

|             | ピーク時期              | 直近時           |
|-------------|--------------------|---------------|
| OECD（全38カ国） | ： 2021年 7月（100.87） | 8ヵ月連続（100.30） |
| ユーロ圏（19カ国）  | ： 8月（101.26）       | 7ヵ月連続（100.43） |
| 中国          | ： 1月（101.80）       | 15ヵ月連続（99.36） |
|             | ボトム時期              |               |
| 米国          | ： 2022年 1月（100.04） | 2ヵ月連続（100.09） |
| 日本          | ： 2021年11月（100.54） | 4ヵ月連続（100.55） |

エネルギー資源を輸入に依存する国（ドイツ、日本）で景気見通しを下方修正する動きが目立つ。

OECDが発表（4月5日）した加盟38カ国の消費者物価指数（2月）上昇率は、前年同月比+7.7%で、1月分から+0.5%ポイント上昇して、1990年12月以来、31年2ヵ月ぶりの伸び。除くエネルギー・食品のコアベースでは+5.5%。

### 【 インフレ状況 】

#### ○ 主要国物価上昇率（3月）

|      | 卸売物価（2月分）        | 消費者物価（コア分）（同） |
|------|------------------|---------------|
| 米国   | ： +11.2%（+10.0%） | +8.5%（+7.9%）  |
| ユーロ圏 | ： (+31.4%）       | +3.0%（+2.7%）  |
| 英国   | ： ( - )          | +5.7%（+5.2%）  |
| 中国   | ： +8.3%（+8.8%）   | +1.1%（+1.1%）  |
| 日本   | ： +9.5%（+9.3%）   | +0.8%（+0.6%）  |

卸売物価（3月）の上昇率は、中国以外は依然として上昇基調。消費者物価はジリ高基調が続く。

米国 :

【 アトランタ連銀 GDP Now 】

1～3月期のGDP成長率予想は4月19日時点で+1.3%。+1%前後での推移が続いている。

3月の卸売物価指数上昇率は前年同月比+11.2%で、2月分から再加速。

消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+8.5%、2月（+7.9%）から加速、1981年12月以来の大幅な上昇率である。コアベース（除く食品、エネルギー）でも同+6.5%で、1月（+6.4%）からわずかに加速している。FRB目標（+2%）を12ヵ月連続で超えている。ガソリン価格、住宅費（家賃）の高騰が止まらない。

雇用統計（3月）の非農業部門の雇用者数は前月比+43.1万人、2月分（+75.0万人）から縮小した。事前予想（49万人）を下回る。

失業率は3.6%で前月比▲0.2ptと2ヵ月連続0.2ptの低下。完全雇用状態といわれる3.5%に戻ってきた。

時間当たり平均賃金は前月比+0.4%、2月（+0.1%）から加速した。

FRBが重視している2月の個人消費支出（PCE）物価指数は、コアベース（除く食品、エネルギー）で前年同月比+5.4%で1989年4月以来40年ぶりの水準。。1月は+5.2%だった。

FRBは5月5・6日のFOMCで、今年2回目の政策金利引き上げとともに、保有資産の削減に踏み込み、量的引き締めを決定する。住宅ローン金利が上昇することで、住宅市場に与える影響への懸念が強まってきた。

中古住宅販売件数（3月）は、前月比▲2.7%減で2ヵ月連続の減少。

新築1戸建て住宅販売件数は、同+20.7%増と2月（▲2.0%）からの反動が出た。



## 欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価（3月）は前年同月比+7.5%、2月（+5.9%）から上昇モーメントに歯止めかからず、過去最高の上昇率が続く。過去最高の更新は5ヵ月連続。

除くエネルギー、食品のコアベースも+2.7%から+3.0%の大台に達した。

英国の消費者物価指数（3月）は前年同月比7.0%、2月は+6.2%で加速が続いている。1992年3月以来30年ぶりの水準。

コアベースは+5.7%（2月：+5.2%）

4月からの電気・ガス料金の引き上げが決定しており、一段と上昇する見通し。

## 新興国（中国）

中国経済は失速気味。新型コロナの感染拡大による「ゼロコロナ政策」による行動規制が消費・サービスから生産・物流活動に影響を及ぼし始めている。

2021年10～12月期の実質GDP成長率（4月18日発表）は、前年同期比+4.8%に回復したが、7～9月期：+4.9%、10～12月期：+4.0%と3四半期連続の4%台成長が続く。中期目標である+5.0～5.5%水準を下回る。雇用不安からの消費支出のブレーキが影響を強めている。

4～6月期は、上海市、西安市などの“都市封鎖”の影響から一段と減速する見込み。**卸売物価**（3月）は前月比+1.1%で2ヵ月連続のプラス。2月分（+0.5%）から加速した。前年同月比は+8.3%で、昨年10月（+13.5%）をピークに鈍化傾向が続いている。

**消費者物価**（同）は前年同月比+1.5%で、2月（+0.9%）から加速している。。除くエネルギー、食品のコアベースは+1.1%で、2月と同様の伸び率。

日本 :

全国企業短期経済観測調査（3月短観：4月1日発表）は、大企業製造業の業況判断指数（DI）は、前回比▲3のプラス14に7四半期ぶりの悪化。非製造業も同▲1のプラス9となった。

3ヵ月先の見通しを示す先行きDIは大企業製造業で今回比▲5のプラス9に、非製造業は▲2のプラス7。

2021年度の設備投資計画は、大規模製造業で前年度比+7.9%、22年度は+8.4%と堅調。

日銀が4月11日に公表した「地域経済報告」では、全国9地域のうち8地域で景気の総括判断が引き下げられた。

日銀は4月27～28日開催の金融政策決定会合で、2022年度の経済成長見通しを引き下げ、物価見通しは引き上げる見通し。

資源価格上昇、円安、輸入物価高などから、マイクロ経済・企業収益には下方修正圧力が強まり、一方物価上昇圧力となる。物価見通しは1月時点での1.1%から1%台後半となる見込み。

「経済成長鈍化&物価上昇」のネガティブ組み合わせが強まる。

内閣府は4月12日、日本経済の需要と潜在的な供給力の差を示す「需給ギャップ」の2021年10～12月期がマイナス3.1%（=17兆円）との試算を発表した。9四半期連続のマイナスである。参議院選挙を控えて追加の景気対策が発動される議論につながる可能性がある。

一方短期的には経済月例報告（4月21日）で、国内景気の総括判断を3月の「一部に弱さがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に引き上げた。

日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト」（4月12日）の、1～3月期実質GDP成長率予想は前期比年率▲0.64%、3月予想から▲0.39%pt下方修正された。消費者物価上昇率は22年4～6月期に+1.78%（先月比+0.2%）まで上昇する、と引き上げられた。

企業物価指数（3月）は前年同月比+9.5%、1月（+8.6%）、2月（+9.3%）から更に加速。1980年12月以来41年ぶりの高水準。13ヵ月連続のプラス。

消費者物価（3月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.8%で、1月（+0.2%）、2月（+0.6%）から大きく伸びた。7ヵ月連続のプラス。

エネルギーが+20.8%（2月：+20.5%）と引き続き拡大。1981年1月以来、41年2ヵ月ぶりの上げ幅。指数押し上げ寄与は+1.46pt.。

生鮮食品は++11.6%、除く生鮮食品は+2.0%の上昇。

携帯電話通話料金が▲52.7%値下がりした寄与が▲1.42pt.ある。この影響を考慮すれば、実態では+2%水準を超える上昇率となっている。

4月以降は名目値も実態面でも+2%をさらに超える発表となることが想定される。

企業物価上昇率から消費者物価上昇率を差し引いた両者の乖離幅は、

$$+9.5\% - (+2.2\%) = +7.3\%$$

と1980年以來の乖離幅に拡大している。

今後は川下の消費者物価への価格転嫁がいかに進むのかに掛かってきている。

3月の貿易収支は4124億円の赤字で、8ヵ月連続の赤字だった。2021年度は5.3兆円の赤字で2年ぶりに赤字に転落した。円安に転換したが、輸出が供給制約と消費地生産の拡大から従来ほどにはメリットを享受出来ない構造になっていることが背景にある。一方で、資源高と円安から輸入代金の増加は今後もしばらく続く。貿易赤字は当面継続する。

## IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

世界の主要国での金融政策の方向性（利上げ、利下げ）はマチマチであり、時間差もある。

新興国の方が、インフレ上昇を抑えるマインドが強く、概して利上げ先行気味。

### 【 利上げ実行 】

ニュージーランド（4月：政策金利、4会合連続）、  
韓国（4月：政策金利、3ヵ月ぶり）、シンガポール、台湾、  
アイスランド、ノルウェー、ポーランド（1月：政策金利）、チェコ、ハンガリー、  
英国（3月：政策金利、3会合連続）、米国（3月：FF金利、1回目）  
ブラジル（4月：政策金利、9会合連続）、コロンビア（1月：政策金利、4会合連続）、  
メキシコ（3月：政策金利、7会合連続）、チリ（1月：政策金利、5会合連続）、  
ロシア（2月：政策金利、8会合連続）、南アフリカ（3月：政策金利、3会合連続）、

### 【 利上げ検討 】

ECB（7～9月？：量的緩和政策終了）、  
インドネシア（7～9月？：預金準備率）  
オーストラリア（2月：量的緩和政策終了）

### 【 現状維持 】

日本

### 【 利下げ実行 】

中国（1月：ローンプライムレート：2ヵ月連続）

## 米国

ブレイナードFRB理事は4月5日、「資産圧縮（QT）を5月のFOMCで決定し、かなりのスピードで行うことを想定している」と発言した。“ハト派”の最右翼と見られていたブレイナード理事が引き締め発言をしたことは、サプライズをもたらした。

前回3月のFOMCで、+0.25%の利上げ案に唯一反対票を投じたブロード・セントルイス連銀総裁（=タカ派）は、「7月までに（=3回のFOMCで）1%の利上げが必要になる」「政策金利を年内に3%引き上げるべき」と4月7日発言した。残り6回のFOMC会合で、毎回+0.5%の引き上げを求めていることになる。

米国の名目金利（=10年債利回り）から予想インフレ率（=BEI）を差し引いた「実質金利」（=物価連動債利回り）は、2021年7月が最低水準のマイナス1.1%だった。今年に入って名目金利が上昇し、予想インフレ率は2.9%近辺で高止まりしていることから、「実質金利」は4月に2年ぶりにマイナス圏を脱した。

- ① FRBが「景気落ち込み阻止」「物価下落支え」から「物価高騰抑制」に転換
- ② デフレマインドから脱却
- ③ 割高に買われ続けてきた「ハイイールド債」「高成長株」への打撃
- ④ 実質ベースでみた内外金利差から一段の米ドル高・円安

10年物国債利回りは4月20日に2.98%まで上昇した。

ニュージーランド準備銀行（中央銀行）は4月13日、政策金利を0.5%引き上げ1.5%にした。前回2月の0.25%の利上げから上げ幅を拡大した。4会合連続の利上げ。今回の利上げにより政策金利は新型コロナ感染拡大前の水準を上回った。

カナダ銀行（中央銀行）は4月13日、政策金利（翌日物金利）の誘導目標を0.5%引き上げて1.0%にした。25日からは「量的引き締め（QT）」も開始する。

利上げは2会合連続で、上げ幅は約22年ぶりの大きさ。

カナダ中銀が推計する中立金利は2～3%。政策金利をこの水準まで引き上げる意向。

## 欧州

ECBは4月14日の理事会で、「量的緩和政策の縮小」の継続を決定した。債券の新規買い入れを「7～9月期に終える見通し」と明記した。

債券購入量を4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロと減らしていく従来の見通しを維持した。

ドイツの長期金利は4月7日、0.7%まで上昇して4年2ヵ月ぶりの水準を付けた。ECBが3月に開催した理事会の議事要旨を公表したことが切っ掛けとなった。

英国の長期金利も騰勢を強めた。イングランド銀行（BOE）が3月の政策会合で、金融政策の先行きについて「今後数ヵ月間で引き締めるのが適切」と明示したことで金利上昇が加速した。

## その他の欧米諸国、新興国

ロシア国債のデフォルト懸念は消えていない。

ロシアは、4月4日に期限を迎えたドル建て国債の償還・利子の支払いをルーブルで実施した。

S&Pは4月8日、ロシア国債の格付け業務を停止した。

国債のデフォルト時に元本を保証するCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の業界団体である、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）は4月20日、支払いをルーブルで代替したことを「潜在的な債務不履行」との判断を示した。

ロシア中央銀行は4月8日、2月末に9.5%から20%に引き上げた政策金利を17%に引き下げた。ルーブルが対ドルで侵攻前の水準に戻ったことで、通貨防衛の必要性が下がったと判断した。今後更なる利下げが予想されている。

南アフリカ準備銀行（中央銀行）は3月24日、政策金利を4%から4.25%に引き上げた。利上げは3会合連続。声明で利上げ加速の可能性を示唆した。

メキシコ中銀は24日、政策金利を6%から6.5%に引き上げた。利上げは7会合連続。

ブラジル中銀も4月16日に政策金利を11.75%に引き上げた。9会合連続。

ハンガリー中銀は4月22日、政策金利を4.4%に1%引き上げた。

台湾中銀は4月17日、2011年以来10年8ヵ月ぶりに利上げを決定した。

韓国銀行（中央銀行）は4月14日、政策金利を0.25%引き上げて1.50%とした。3ヵ月ぶりの引き上げで、事前予想は据え置きだったのでサプライズとなった。

シンガポール金融通貨庁（MAS）も14日、2021年10月、22年1月に続き3回連続で金融引き締めを決めた。

中国人民銀行（中央銀行）は4月25日、市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す「預金準備率」を0.25~0.5%引き下げた。4ヵ月ぶりの対応。

試算では5300億元（約10兆円）の長期資金が市場に放出されることになる。

## 日本

日銀は3月28日、長期金利が0.25%に接近する度に3回にわたって金利抑制策を発動した。午前中、午後に「単発の指し値オペ」を通知した。その後、「連続指し値オペ」を29~31日に実施すると発表した。

さらに30日には、通常の国債買い入れオペを増額し、超長期債では異例の臨時オペを発動した。国債の買い入れ額は合計2.3兆円で市場推計で2013年4月以来ほぼ9年ぶりの規模に膨らんだ。

日銀は4月20日、3月末に続いて「連続指し値オペ」を実施すると発表した。実施は21~26日の土日を除く4営業日。

海外投資家は3月には長期国債を2.8兆円売り越した。2004年4月以降で最大の月間売り越し金額。

## 債券市場見通し

F R Bは5月3・4日開催のF O M Cで、追加利上げ（+0.5%に拡大）に加えて、保有資産の縮小開始を決定する見通し。利上げ幅の0.5%実施は2000年5月（第2次オイルショック時）以来。

F R Bにおける第1義の政策主眼は、急速に「インフレ抑制」にシフトした。金利先物市場では既に、次々回6月と7月のF O M Cでも0.5%以上の利上げを織り込む動きが始まっている。

F R Bは、判断・対応が遅れた分、しゃにむに金融引き締めに行っている印象が強い。米国景気を“オーバーキル”（過度な金融引き締めが引き起こす景気後退）の可能性が意識されている。

米国野村証券の予想では、F R Bは中立金利（現状予想は2.4%）の水準に早く政策金利を戻すことを志向しているとの見方である。

5月に0.5%、6月・7月は0.75%の利上げに踏み切ると大胆に予想している。7月時点でF F金利は2.25~2.5%に達することになる。

5月のF O M Cでは、保有資産を縮小する「量的引き締め（Q T）」も決定される。ゴールドマン・サックスは、F R Bの資産（9兆ドル）が今後3年間で6兆ドルまで減少すると予想している。

長短金利差（イールドギャップ：10年国債利回りー2年国債利回り）は4月22日現在で0.22%、1カ月前と同じ幅で留まっている。「逆イールド」状態への移行が意識されている。

逆イールドとなったのは、1989年1月、1998年6月、2005年12月、2019年8月の過去4回のケースがあるが、各々18ヵ月、33ヵ月、25ヵ月、7ヵ月後には景気後退局面を迎えた。



ECBは「物価抑制」か「景気下支えか」という難しい二者択一を迫られつつあるが、やはり前者をまず優先させる方針。

ECBの現行の金融政策の基本観は、

- ① 量的緩和政策を7～9月期に終了
- ② 「年内（10～12月期）に利上げ」を基本観としていたが、ウクライナ情勢の進行から決め打ちすることが揺らぎだしている
- ③ 欧州域内の金融機関がロシア向け債権を多く保有しており、金融システム問題に波及するリスクを意識せざるを得ない

JPMorganはECBの利上げ開始時期を、従来の12月から9月に前倒しした。

日銀は「円安進行阻止」よりも依然として「景気に配慮」した金融緩和スタンスを継続している。4月27・28日の金融政策決定会合では、

- ① 「円安は総じて日本経済にプラス」との基本的認識・対外コメントをどの程度修正するのか
- ② 2022年度の物価見通しは上方修正するが、「大規模金融緩和」政策は維持

それでも円安が進行して、“円買い介入”が不発となった場合には、日銀が金融政策の修正に動く可能性がある。取り得る選択肢としては、

- ① 政策金利の先行き指針「フォワードガイダンス」の字句の変更
- ② 「イールドカーブ・コントロール（YCC：長短金利操作）」政策の修正
  - … 長期金利（10年債）の利回り目標を「0%プラスマイナス0.25%」から「0%プラスマイナス0.5%」に
  - … 目標とする長期金利を10年債から5年債に短縮化
  - … 短期金利の目標をマイナス0.1%から0%に引き上げ（マイナス金利政策の解除）

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：2.894%） : 2.50↑ ~ 3.50%↑

日本長期金利（国債指標物：0.245%） : 0.15 ~ 0.25%

## V. 為替動向と見通し

円安が加速し、独歩安となった。

ロシアがウクライナに侵攻した2月24日のドル円相場は1ドル＝114円台前半。それから円安が進行して、4月20日には1ドル＝129円40銭まで円安となった。2015年の安値（125円86銭）を更新した。年初来の下落率は▲12%。

ドル高円安が進行すると、松野官房長官、鈴木財務大臣、岸田総理大臣などが円安を牽制する“口先介入”を続けた。

黒田日銀総裁は同日、衆院決算行政監視委員会での答弁で「円安はマイナス」と軌道修正する発言を行った。従来は、「円安は日本経済にプラス」と主張し続けていたが、企業、個人からのみならず、参院選挙を前にした政府からの圧力もあり、対外見解を事実上修正した。その前から、松野官房長官、鈴木財務大臣、岸田総理大臣などが円安を牽制する“口先介入”を続けていた。

資源国通貨、新興国通貨も買われる展開となった。

- ① 米国FRBに追随する政策金利の引き上げ
- ② インフレ更新に対する高金利政策の進行
- ③ ガス・石油・穀物などの価格高騰による現地通貨需要

オーストラリアドルは4月20日、1豪ドル＝95円台の2015年7月以来の高値圏に上昇した。

ユーロは4月中旬には対ドルで下落した。ECBが14日の理事会の結果を公表して、金融引き締めへの言及が弱かったことからユーロ売り・ドル買いが進んだ。

1ユーロ＝1.07ドル台と2年ぶりの安値をつけた。

21日にはデギンドスECB副総裁が、「第1回の利上げは7月にも可能」とコメントしたことから、ユーロは買い戻された。

円は対ユーロで21日、1ユーロ＝140円台まで下落し、6年10ヵ月ぶりの安値水準になった。

対ポンドでは1ポンド＝169円台までの6年ぶりの安値を付けた。

為替先物を主導する投機筋は米ドルの買い増しに動いた。

実需筋は、米ドルのファンダメンタルズ要因に基づく先高感から粛々と、また相場の動きに慌てたドル調達が遅れている需要家は慌ててドル買いに走ったことから、ドルの上昇に弾みがついた。

人民元は4月25日、対ドルで5営業日連続下落した。1ドル=6.5579元まで売られて、2021年4月以来の安値を付けた。

## 為替見通し

ドル・ユーロ・円のファンダメンタルズ・需給要因 :

- |            |   |                |    |        |
|------------|---|----------------|----|--------|
| ① 金利格差要因   | … | F R Bの金融引き締め政策 | => | ドル高要因  |
|            |   | 米国の絶対金利水準格差    | => | ドル高要因  |
|            |   | E C Bの金融引き締め転換 | => | ユーロ高   |
|            |   | 日銀の超緩和政策継続     | => | 円安要因   |
| ② 経済・物価要因  | … | 米国景気の減速        | => | ドル安要因  |
|            |   | 日本景気の減速        | => | 円安要因   |
|            |   | 日本の貿易赤字(5兆円)   | => | 円安要因   |
|            | … | 米国のインフレ加速      | => | ドル安要因  |
| ③ リスク要因    | … | ロシアのウクライナ侵攻    | => | ドル高要因  |
|            |   |                | => | ユーロ安要因 |
|            |   |                | => | 円安要因   |
| ④ 中央銀行の資金量 | … | F R Bの資産膨張     | => | 円高要因   |
|            | … | 日銀(政府)の債務水準    | => | ドル高要因  |
| ⑤ ドル需給要因   | … | ルーブル決済の制限      | => | ドル高要因  |
|            |   | ドル調達ニーズ        | => | ドル高要因  |
| ⑥ 投資資金要因   | … | 機関投資家の米国債投資    | => | ドル高要因  |
|            |   | 個人投資家の米国株投資    | => | ドル高要因  |

直近1ヵ月間での為替相場に影響をもたらす変動要因（上記の網掛け分）は、引き続きドル高要因が増えた。

|        |   |           |                      |
|--------|---|-----------|----------------------|
| ドル高要因  | … | ①（金利格差要因） | F R Bの金融引き締めへの転換・前倒し |
|        |   | ③（リスク要因）  | ロシアのウクライナ侵攻          |
| ユーロ高要因 | … | ①（金利格差要因） | E C Bの金融引き締めへの転換     |
| 円安要因   | … | ③（リスク要因）  | ロシアのウクライナ侵攻          |
|        |   |           | => 石油・ガスの禁輸          |
|        |   |           | => 価格上昇              |
|        |   | ② 経済・物価要因 | => 日本の貿易赤字拡大（5兆円）    |

“日本円独歩安”の条件が一層揃う。

- ① 米国・豪州などとの金利差が一段と拡大
- ② 資源国でも高金利でもない
- ③ 海外現地生産が進み、円安による輸出拡大の景気へのメリットは以前ほどない
- ④ 原油価格の高騰から貿易赤字は拡大する
- ⑤ 「有事の円買い」の経験則が（地政学リスクから）今回は効かず

「円の下落」「輸入物価の上昇」「貿易・経常収支の悪化」が“負のスパイラル”となるリスクが高まっている。ファンダメンタルズ、サイコロジカル、資金需給面から明らかに「米ドル強気」「日本円弱気」の方向性が見えている順張りトレンドである。

「円安要因」は変わらず：

- ① 米国F R Bの金融政策の引き締め転換&加速化
- ② 黒田日銀は景気に配慮した現状のゼロ金利政策を当面堅持
- ③ その結果、日米金利差は拡大続ける
- ④ 地政学リスクの高まりは“円売り材料”（もはや安全通貨ではない）
- ⑤ 日本のエネルギー・食料自給率の低さも売り材料
- ⑥ 日本の低成長&経常赤字拡大も嫌気

4月20日のG7財務相・中央銀行総裁会議で、日本が「為替の安定」（＝円安進行の歯止め、円買い介入）を訴えたが、出席した他国からの支持は得られなかった。

仮に単独で“円買い為替介入”を実施したとしても、内外金利差や貿易収赤字の拡大というファンダメンタルズ要因は変わらないので、ドル高円安の基調は続く。

日本経済新聞社と日本経済研究センターが算出している「日経均衡為替レート」（円の理論値）では、直近の2021年7～9月期は1ドル＝105円40銭。その後の経常収支や交易条件の実績を反映した概算推計値を試算したら、理論値は121円7銭だった。

転機は「欧米当局を巻き込んだ協調介入」の実行か。

今年後半は「米ドル安・円高」に転換するリスクがある。

- ① 11月の中間選挙で民主党（バイデン政権）が敗北、政策遂行リスクが高まる
- ② 国内勢のドル調達コストが拡大することによるドル需要の減退
- ③ 日銀の遅ればせながらの「マイナス・ゼロ金利政策」の修正
- ④ 2023年4月に任期を迎える黒田総裁の後任人事を巡る思惑

ウクライナ侵攻は地理的に見て「ユーロ安」要因だが、金融政策、資金需給面からの「ユーロ買い」要因も継続。

- ① ECBの2022年内の利上げ実施
- ② 大幅な貿易・経常黒字
- ③ 売り越しポジションだったユーロの買戻し

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (127.90円) : 122↑ ~ 132円↑

ユーロ円レート (137.06円) : 124 ~ 140円

## VI. 株式市場の動向と見通し

### 外国株

NY株式は1月4日の高値(=36799ドル)から3月8日の安値(=32632)まで▲11.4%下落した。そこから3月22日に34807ドルまで+6.7%の半値戻りを達成したが、2番底を探る展開となっている。

パウエルFRB議長が4月21日に、5月のFOMCで0.5%の利上げの可能性を示唆したことを受けて、22日には一時▲1000ドル安と調整した。

NASDAQは3月に付けた今年の安値に再び接近してきている。

株式市場はこれまで、FRBによる「景気・株式市場に優しいFRBプット」への信奉が強く、長期上昇相場の支えだった。景気を下押しする悪材料の兆候が見えても、株価市場が下落反応を見せても、いざとなればFRBがいざとなれば金融緩和に動くことで救いの手を伸ばしてくれるとの期待感による経験則である。

これがすでに「FRBコール」に移行している、と観測されている。

FRBは「インフ抑制」が第一の重点施策となっており、株価市場が下落しても金融引き締めペースを加速させることで物価上昇・インフレマインドの抑制に動く、とのコンセンサスとなっている。

今月中旬から決算発表が始まった主要企業の2022年1~3月期の純利益は、前年同期比+6%とブレーキが掛かる見通し。

割高感の強かったハイテク株・ネット株が売り浴びせられて調整色が濃い。

ネットフリックスが4月19日に発表した1~3月期決算では、世界の会員数が12月末比で20万人減少と発表され、サプライズをもたらした。高成長期待が剥落して株価は2段下げとなった。昨年11月高値から株価は3分の1になった。

コロナ禍対応の大規模な金融緩和が株価を押し上げたが、金融緩和政策が既に終焉し、金利上昇局面入りに転換したため、当面は慎重・警戒的にならざるを得ない。割高状態にあったNY市場、NASDAQ市場のバリュエーションは、金利上昇局面では耐えられない。

《 調整幅と市場局面認識 》

ピークからの下落率 = ▲ 5% … 健全な調整 ( Healthy Correction )  
 ▲ 10% … 調整局面入り ( 時間が必要 )  
 ▲ 20% … 弱気相場入り ( トレンド転換 )

|          | ピーク                | その後の安値          |      |
|----------|--------------------|-----------------|------|
| NYダウ平均株価 | : 36799 (2022年1月)  | 32632 (2022年3月) | ▲11% |
| NASDAQ市場 | : 16212 (2021年11月) | 12587 (2022年2月) | ▲22% |

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

|     | ( 2月25日 ) | ( 3月23日 ) | ( 4月22日 ) |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 株価  | : 27011円  | 28040円    | 27105円    |
| PER | : 12.75倍↓ | 13.56倍↑   | 13.02倍    |
| EPS | : 2077円↑  | 2068円     | 2081円     |
| PBR | : 1.18倍   | 1.25倍     | 1.21倍     |
| BPS | : 22439円↑ | 22432円    | 22401円    |

企業業績は、需要鈍化、コスト高（原材料費、物流費、人件費）、金利上昇などの減益要因が目白押し。企業業績の下方修正基調が続く。

ゴールドマン・サックスは、2022年度のEPS（1株当たり利益）増益率予想を▲3.6%ポイント引き下げて前期比+2.8%増に下方修正した。

## (2) 株式市場

海外投資家が出遅れの日本株に注目して先物を中心に買い増した。3月25日までの3週間で1兆円超を買い越した。日経平均株価は9連騰を交えて、期末に3000円ほどの反騰を見せた

60年ぶりの市場再編が為された4月4日、東証プライム・スタンダード・グロース市場は、波乱なく静かな船出となった。しかし、東証プライム市場と銘打ちながら、上場銘柄数が1839と厳選されることがなく、経過措置扱い銘柄(295)も含まれていながら、見直し期間が設けられていないなど、“市場改革”とは程遠い措置に批判が集まった。

### 日本株見通し

日経平均株価の高値は2021年9月14日の30795円。

そこからは半年間の下値切り下げの調整局面が続いている。

安値は3月9日の24681円(高値からの下落率=▲20%)。

- ① (インフレ要因) 物価上昇と円安推移による日本の貿易収支の悪化
- ② (金融政策要因) 米国・ECBの金融引き締め転換&前倒し観測
- ③ (地政学要因) ウクライナ情勢の緊迫化

の3大弱気要因が嫌気されている。

▲20%以上の下落率は「弱気相場」入りの本格調整局面。

過去2ヵ月間は日経平均株価で27000円を挟んだ推移で様子見の動き。

今後の懸念・弱気材料の推移を見極めたい。

- ① 岸田政権の経済政策である『新しい資本主義』『成長と分配の好循環』では、どのような具体策が出てくるのか(ポジティブ材料)
- ② 株式市場に冷淡な「株式の配当・売買にかかる金融所得課税の強化」策と「四半期決算情報開示の後退」懸念が払拭されるのか(ネガティブ材料)



- ③ 原材料・エネルギー価格上昇、円安、人手不足によるコスト上昇要因による企業業績への影響の見極め
- ④ 不祥事が頻発する日本企業のコーポレートガバナンス（企業統治）改革

政府による参院選挙を意識した経済・産業政策も打ち出されてくる可能性が高い。

- (1) 「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」
- (2) 「新しい資本主義」の実行計画
- (3) 脱炭素・クリーンエネルギー戦略支援（設備投資への補助金）
- (4) 「デジタル田園都市国家構想」（DX推進&地方活性化）

「新しい資本主義」は看板だけで未だに具体的な中身は不明なままである。  
投資家はむしろ疑問視・不信感を持っている。

財務省の主導による「財政再建」路線を打ち出すことで、増税政策である  
「証券税制改革」「投資収益課税」「海外所得課税」「四半期開示の見直し」などを明らかにし、株式市場・投資家がネガティブに反応したので一旦は矛を治めた。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価 : 24000円 ~ 29000円 (26590円)

|                            |   |                |
|----------------------------|---|----------------|
| 22度EPS (2000円) × PER (12倍) | = | 24000円         |
|                            |   | (15倍) = 30000円 |

(以上)

**（ご留意頂きたい事項）**

本稿で記載されている経済統計および金融市場データは発表元ならびに各種の情報媒体から入手・加工したものであり、正確性と安全性を必ずしも保証するものではありません。記述の内容は筆者の個人的な知見、判断、著述形式に拠る投資情報と投資アイデアの提供が目的であり、予想の結果や将来の投資成果を保証するものではありません。